

房地产行业评级方法

适用范围

根据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011) 目录中“K 房地产业”。本评级方法适用于从事以下业务的企业：

K701 房地产开发经营

K702 物业管理

K703 房地产中介服务

K704 自有房地产经营活动

K709 其他房地产业。

K701 房地产开发经营指房地产开发企业进行的房屋、基础设施建设等开发，以及转让房地产开发项目或者销售、出租房屋等活动；

K702 物业管理指物业服务企业按照合同约定，对房屋及配套的设施设备和相关场地进行维修、养护、管理，维护环境卫生和相关秩序的活动；

K703 房地产中介服务指房地产咨询、房地产价格评估、房地产经纪等活动；

K704 自有房地产经营活动指除房地产开发商、房地产中介、物业公司以外的单位和居民住户对自有房地产（土地、住房、生产经营用房和办公用房）的买卖和以营利为目的的租赁活动，以及房地产管理部门和企事业、机关提供的非营利租赁服务，还包括居民居住自有住房所形成的住房服务。

行业风险概述

信贷控制收紧，房地产开发融资多样化

近年来，持续收紧中的信贷环境已促使更多的房地产企业从单纯向银行进行项目性的贷款走向了多样化筹资，包括在国内外发行长短期债券、票据，通过信托渠道融资等，以满足企业扩张和延长债务期限的资金需求。

房地产企业通常依靠快速的资产周转来偿债和获取盈利，虽然近期北京、上海等城市房地产销售情况出现好转，但房地产企业的收入和利润的实现易受国家房地产调控政策的影

响，一旦政策调控导致销售放缓，债务杠杆较高的开发商的信用质量将受到进一步削弱。

税收执行力度加强和税制改革会使房地产开发企业的利润空间受到挤压

最近正在酝酿的土地增值税清缴所带来的潜在缴税额度增加会影响开发商的现金流。一些开发商的利润将因土地增值税的清缴而下降。

此外，在最近公布的税制改革中，国家税务总局提出了对财产行为税（财产行为税类包含房产税）改革等各项具体改革措施。扩大房产税试点范围以及未来推行的全面房产税将会对进一步遏制房地产的投机行为，降低房地产价格，房地产开发企业的利润空间将会受到挤压。

行业整合加速

国家近年来先后出台了一系列针对房地产市场的宏观调控措施，旨在调整住房供应结构、坚决遏制房价过快上涨，促进房地产业平稳发展。政策调控将推动行业集中度提升，预计中长期内，强者恒强态势在行业整合过程中将进一步体现，龙头企业的竞争实力和抗风险能力终将得以增强，而中小房企受行业波动影响面临更大生存压力。

业务风险分析要素

经营环境

东方金诚对受评主体的信用分析首先从评估其所处的经营环境开始。为了确定受评主体在所处行业所面临的经营风险，东方金诚会对该行业进行动态分析，分析主要集中在对行业成长、稳定或衰落的前景的判断，以及影响行业竞争性的因素。

评级分析涉及的因素很多，包括行业在宏观经济中的地位、所处的行业周期、政策监管环境、人口因素、宏观经济环境等因素。此外，行业竞争程度加剧也是风险增加的重要因素。

房地产行业是国民经济的基础性行业之一，与建筑、建材等许多行业密切相关，在国民经济中具有重要地位。经济增长、居民收入的提高和城市人口增加带来的刚性需求以及国家城镇化建设等政策的引导是房地产行业发展的主要动力，行业政策等对房地产行业企业影响较大，而对于国家房地产企业还应该关注不同区域经济发展的变化等因素。

行业风险会对处于该行业内的所有公司或经济实体的评级产生巨大影响。当然，除了强调受评主体所在行业的一般风险状况以外，东方金诚信用评级方法也强调受评主体在所处行业的市场地位。

企业竞争力

1、经营规模与品牌

在行业内领先的公司一般具有更大的规模优势、更强的议价和融资能力。房地产企业的开发规模、市场定位、业态分布、项目分布、品牌建设等因素都决定了企业的市场地位。例如万科致力于商业地产开发，业态专一，市场定位明确，且项目分布广泛，在商业地产开发领域拥有很强的品牌效应，市场地位很高。

2、经营区域

对于国内房地产企业而言，项目分布区域影响房地产开发的成本以及盈利能力。国内房地产行业将国内区域划分为一、二、三、四线城市，不同城市的拿地成本不同，价格趋势也不尽相同。不同城市经济发展情况不同，相应的，房地产价格走势也不同。相对而言，一二线城市的房地产价格呈上涨态势，三四线城市的房地产价格上升空间不大，所以经营区域也是影响房地产企业竞争力的重要因素。

3、自有物业

自有物业能够给房地产企业带来稳定的现金流。由于宏观调控政策趋近严格和房地产商拿地成本不断增加，加之自有物业前期投入资金较大，自有物业的成本以及管理成本也日渐升高，只有较为优秀的房地产企业才有能力拥有自有物业，优质的自有物业也将成为房地产企业重要的竞争优势。

同时，自有物业会给房地产企业带来竞争优势。由于商业物业能够给房地产企业带来稳定的现金流，能够保证房地产开发资金的需求，有利于增强房地产企业的流动性，优质的商业物业对于房地产类企业的发展尤为重要。

4、股东支持

主要考察受评主体受到实际控制股东的支持力度，以及实际控制股东综合实力的强弱。考察重点在于实际控制股东对受评企业提供的支持内容，尤其是资金支持。

业务运营

1、规模及多样化

销售收入及稳定性

规模对于行业内企业提高议价能力、增强抵御风险能力的作用重大，规模较大的企业在抵御行业周期波动，获得相对稳定的市场竞争力等方面具有较强的优势。规模指标主要是指：房地产开发企业家数，其中开发状态情况，多少家营业，多少家暂停业务。近三年资产、收入和净资产收益率的变化。近三年各年竣工面积、近三年各年开复工面积等。商业物业的酒店及租金等收入较为稳定，如此类收入规模较大，且在营业收入中占比较高，有助于提高企业经营稳定性。

开发业态及项目分布

就企业竞争力部分所述，房地产企业项目的开发业态决定了其目标市场，是否建立品牌决定了其在目标市场的地位，所以开发业态对企业发展较为重要。项目分布决定了企业的盈利能力。如果项目主要分布在一二线城市，则相对来讲，拿地成本较高，但房地产价格波动较小，盈利有保障。

2、房地产企业的流动性

分析房地产企业运营的重点即为分析企业的流动性，从项目运行、开发进度、资金安排、预售时点、滚动开发、融资成本等方面，综合考量企业是否存在流动性风险。需要分析的指标有：最新统计时点房地产各业务品种的已完工但只部分或未结转完收入和成本的项目（按期数，并且从能带来未来现金流的前提进行房地产项目统计分类）情况；地理位置开发详情开工完工日计划投资实际投入后续投入已完工面积已售面积待售面积及已售均价及平均拿地成本当期结转收入和成本，当期实际收支等；最新统计时点的各在建项目名称（按实际所属计划的期数，如某项目一期，属未完工，但或许已开始销售）、地址及周边地理环境、拿地均价、住宅或商业地产等、占地面积、计划建筑面积、容积率、该期计划总投资及自筹外借比例、开工完工日、已投入资金、截止统计时点的完工面积、截止统计时点的可售面积（预

售条件)、统计时点所在年度的实际已售面积及已售均价、统计时点所在年度结转收入和成本、统计时点所在年度该项目实际收支等, 以及以上各数的合计; 还有企业目前还有多少土地待开发, 即土地储备情况, 是否有充足资金以及融资能力满足在建及拟建项目使用。基于以上指标的分析可以能出能当年度收入利润和现金净流入, 可判断出企业是否有流动性风险。

3、关联方及关联交易分析

通过对受评企业与其关联企业之间发生的关联关系研究, 探讨由此可能产生的风险, 以便准确把握企业的信用水平。主要考察以下几种关联交易及影响:

- 1) 主要房地产产品是否通过关联方进行。如有, 交易价格是否偏离市场价格, 评价此偏离对企业利润的影响;
- 2) 是否存在关联方违规占用企业的资金、资产及其他资源的情况, 包括无偿占用和有偿使用;
- 3) 为关联方提供担保;
- 4) 为关联方提供委托借款;
- 5) 企业是否存在控制人通过关联交易来提高企业经营效果的情况。

4、未来发展

房地产行业未来发展基本和发展战略分析方法一致, 主要是看企业未来的项目分布、项目开发业态, 如果有调整, 是否与企业现在业务一致。如果不一致, 那企业转型的依据是充分, 然后作出评价。

企业管理

1、公司治理

完善治理结构的意义在于在公司的各利益相关人之间建立相互监督且激励相容的制度。如果权力过于集中于相关利益人中的任何一方, 那么都存在产生损害企业利益的可能。这里将重点考察股东、董事会、管理层乃至员工之间的权责明晰状况和激励约束机制。具体考察以下几方面:

股权结构。主要分析企业所有权结构和控制权结构的透明性以及公司对大股东的依赖程度。股份过分分散或过度集中都不利于建立有效的公司治理结构;

董事会的独立性和运作情况, 监事会的监督和公司的外部监督;

管理层及员工激励、约束机制的安排。

2、管理水平

管理层对项目选择、开发进度以及融资渠道的能力

考察管理层能否准确判断房地产政策对房地产价格的走势影响，在项目选择上拥有以低成本拿地的能力，能够合理管理项目进度、安全以及准确把握资金流动性。

公共关系

由于要在公众中保持良好的品牌形象，房地产企业需要投入一定的人力物力在公共关系上面。除了通过了解其在公关上的费用开支以外，还需要注意到个别企业拥有一些特殊的公共资源。

财务风险分析要素

财务报表质量

财务报表质量直接影响对企业实际经营成果的反映以及企业间财务数据的比较。评级过程中我们将关注审计师有无保留意见，并尽可能对财务数据进行调整，使受评主体的真实经营成果得以体现，且企业在同一口径下得以分析和比较。

资本结构

较高的财务杠杆反映了企业相对激进的财务政策和自身财务弹性较弱，在行业环境和企业经营出现波动时更容易面临债务困境。资产负债率体现了企业的整体负债水平。全部债务资本化比率剔除了经营性负债的影响，反映出企业的刚性债务水平。因此，我们采用这两个指标来考察受评主体的资本结构。

营运能力

东方金诚主要通过存货周转速度、商品销售率和预收账款来衡量受评主体营运能力。

存货周转率

该指标主要考察房地产企业存货的质量，分析被评企业的进销运作是否正常，判断被评企业的商品有无积压，销售是否通畅。以此来衡量和评价被评企业的存货管理政策、进货量控制、商品积压情况。

存货的流动性及存货资金占用量是否合理，对于企业在保证生产经营连续性的同时，提高资金的使用效率非常重要。存货周转速度如何，往往能够反映出企业运营效率和所销售的

产品在市场上受欢迎的程度。对于存货周转速度较差的企业，其销售可能已经遇到困境。

预收账款

该指标主要考察受评主体预收账款的质量，预收账款问题反映公司房地产产品已销售，但未完工结算收入，需结合公司的开发进度进行分析，也可从侧面反映公司资产负债状况。

商品销售率

计算公式：商品销售率 = $(\text{期初库存商品余额} + \text{本期购入商品额} - \text{期末库存商品余额}) / (\text{期初库存商品余额} + \text{本期购入商品额})$

含义与分析方法：该指标主要考察房地产/房地产流通业被评企业当期所有商品的销售情况，分析时需注意与存货周转速度的结合。

盈利能力

分析过程中需关注企业的采购成本。房地产企业商品采购数量大、销售周转快、毛利率低，价格回旋余地小，能否有效控制采购成本将直接影响企业的经营成本，影响企业的价格竞争力和销售收入，从而影响到企业的盈利能力。重点分析“主营业务利润率”、“总资产报酬率”和“净资产收益率”。

通常一个企业营业利润率高则说明该企业更可能具有足够的资金积累去保证经营的连续性并扩大经营规模，例如增加销售网点或者提升物业档次。同时，更高的盈利水平也意味着企业在面对不利外部环境时有更大的调整空间。

总资产报酬率主要衡量企业资产获利能力，该指标反映了企业运用全部资产产生利润的效率。在衡量企业资产获利能力的时候，我们会考虑非经常性损益对于企业信用质量的实际影响，评级结果反映其一般情况下的获利能力。

现金流与偿债能力

现金流和偿债能力的分析结果，必须结合前面的业务风险分析，评级是对业务风险和财务风险二大方面不同优势和劣势的平衡。

现金流包括经营活动、投资活动和筹资活动三个方面。这里重点分析现金流量同投资性支出和负债的关系，用以说明企业用现金流量维持或扩大再生产以及偿还债务的能力。主要考察以下几方面：

目前现金流入的主要来源，及未来可能的变动；

经营性现金流入在不同时期的均衡度，及其与债务期限结构的对称性；

经营性现金流对流动负债和利息支出的保障程度；

未来预期资本性支出对现金流的压力。

偿债能力

东方金诚用速动比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、经营现金流负债比率来考察受评主体的短期债务偿还能力。由于净利润与经营活动产生的现金净流量有可能背离，经营现金流负债比率可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的实际能力。使用这一财务比率时，需要考虑未来一个会计年度影响经营活动的现金流量变动的因素。

受评主体的长期偿债能力用全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等指标来衡量。前者用于考察企业支付债务利息能力，后者则能够考察受评主体折旧摊销前利润对于全部债务的覆盖程度。同时考虑财务弹性对偿债能力的影响程度。

债项债权保护

1、长期债券

首先，以主体长期信用评级为基础，评估发债额可能对主体信用等级带来的影响，确定主体的信用等级；然后，据此评估有无担保情况债项的最终信用等级，即在无担保情况下，或有担保，但担保主体信用等级低于发行主体信用等级时，债项信用等级等于主体信用等级；有担保，且担保主体信用等级高于发行主体信用等级时，债项信用等级等于担保主体信用等级。

担保主体信用等级的确认指引：认可我公司评定的等级，或确认其他公司评定的等级，或对其评级。

对于可转债来说，在评估发债额可能对主体信用等级带来的影响时，要考虑转股因素，其他同企业债券。

2、短期融资券

(1) 以企业主体信用为基础，评估发债额可能对主体信用等级带来的影响；
(2) 根据长期债信用等级和短期债信用等级之间的对应关系，以及发行主体的长期信用等级，确定短期融资券的信用等级范围；

(3) 看发行主体的流动性、本期债券的特征及偿债能力、备用信用支持情况，只有可靠的备用支持才能对短债的信用增级；流动性的高低依次为：靠融资前现金流偿还、靠变现短期资产偿还、靠便利的再融资（短期债）偿还、靠特定的授信偿还和靠其他授信偿还

(4) 最终考虑上述因素确定短期融资券的信用等级。